

Қазақстан Республикасының
Қаржы нарығын реттеу және
дамыту агенттігі



Агентство Республики Казахстан
по регулированию и развитию
финансового рынка

Отчет GaR

Рост в условиях риска

IV КВ 2023



Алматы, 2024



Об Отчете GaR

Отчет GaR содержит качественную оценку состояния внешних и внутренних макрофинансовых условий (сводный индекс FCI) развития экономики страны и их влияние на распределение условного роста ВВП Казахстана в кратко- и среднесрочной перспективе. Расчеты проводятся с использованием вероятностной модели Growth at Risk*, которая разработана по методологии Международного валютного фонда.

Сводный индекс FCI состоит из четырех субиндексов: индекс внутренних финансовых условий, долговой нагрузки, внешнего спроса и внешних финансовых условий. Для оценки влияния макрофинансовых условий на распределение условного роста ВВП применяется квантильная регрессия.

Также модель GaR используется Агентством в рамках разработки макрофинансовых сценариев для целей ежегодного надзорного стресс-тестирования банковского сектора.

Отчет публикуется ежеквартально в электронной версии на официальном интернет-ресурсе Агентства на казахском и русском языках.

Оценка влияния макрофинансовых условий на экономический рост Казахстана подготовлена на основе доступной статистической информации по состоянию на 02.02.2024г. В динамике индексов за предыдущие кварталы возможны изменения в связи с уточнением данных и актуализацией списка показателей, необходимых для расчета индексов.

**С методологическим описанием модели Growth at Risk более подробно можно ознакомиться по ссылке:*

<https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/246028?lang=ru>

СПИСОК АББРЕВИАТУР

Агентство	Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка
ВВП	Валовой внутренний продукт
ДКП	Денежно-кредитная политика
ЕЦБ	Европейский центральный банк
МВФ	Международный валютный фонд
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
п.п.	Процентный пункт
ФРС	Федеральная резервная система
Юр. лица	Юридические лица
bbl	Баррель
FCI	Financial condition index
FAO	Food and Agriculture Organization
GaR	Probabilistic model of Growth at Risk
TONIA	Tenge overnight index average
USD/KZT	Обменный курс тенге к доллару США
VIX	CBOE Volatility Index

СОДЕРЖАНИЕ

- 1** **Макрофинансовые события**
- 2** **Индексы FCI**
 - Сводный индекс FCI
 - Внутренний FCI
 - Внешний FCI
 - Внешний спрос
 - Долговая нагрузка
- 3** **Влияние FCI на распределение условного роста экономики**
- 4** **Распределение прогноза Правительства и сценарный анализ**
- 5** **Глобальный индекс финансовых условий (МВФ)**
- 6** **Основные выводы**

Макрофинансовые события

Замедление инфляции и уверенный рост

Глобальная экономика

В 4 кв. 2023 года на внешних рынках преимущественно наблюдалась **благоприятная обстановка** благодаря сдержанно оптимистичной позиции ФРС США и ЕЦБ, а также позитивной динамики макроданных в развитых странах. Глобальный рост оказался более устойчивым, чем ожидалось, а инфляция продолжила замедляться. Годовая **инфляция** в США замедлилась с 3,7% в сентябре 2023 года до **3,4%** декабре 2023 года, в Еврозоне – с 4,3% до **2,9%**. На фоне этого в 4 кв. 2023 года ФРС США и ЕЦБ процентные ставки сохранены без изменений на уровне **5,25%-5,5%** и **4,5%**, соответственно. Эти решения регуляторов воспринимались рынком положительно и способствовали снижению долгосрочных процентных ставок и росту фондовых рынков. Тем не менее, ставка остается высокой, последние данные указывают на замедление роста мировой экономики.

На мировых товарных рынках наблюдалась краткосрочная волатильность и снижение цен, в т.ч. из-за геополитических факторов. **Цена на нефть** (Brent) в 4 кв. 2023 года по сравнению с предыдущим кварталом снизилась на 3,1% до **84,3\$/bbl** на фоне избытка предложения странами вне ОПЕК+, а также снижения спроса со стороны США и Китая. Цены на **продовольственные товары** (FAO) снизились на **2,1%**.

Экономика Казахстана

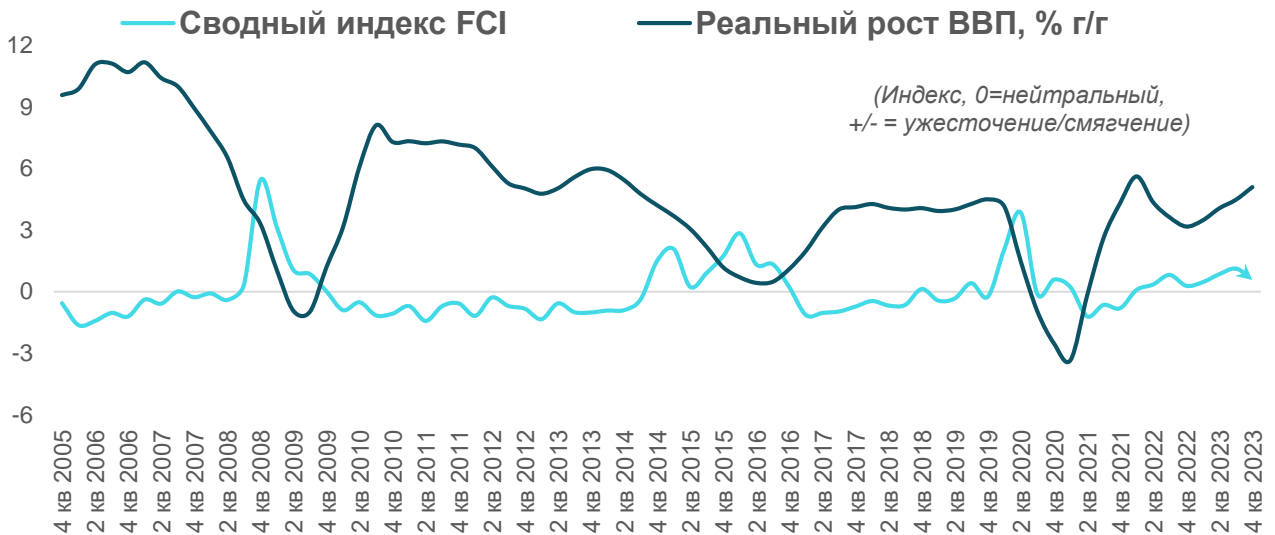
Рост годового ВВП Казахстана в 4 кв. 2023 года 2023 году ускорился до **5,1% г/г** с 4,5% г/г в 3 кв. 2023 года. Положительная динамика роста наблюдается во всех основных отраслях экономики, за исключением сельского хозяйства, где произошло сокращение на 7,7% из-за неблагоприятных погодных условий. При этом сохранилась высокая инвестиционная и потребительская активности.

Годовая **инфляция** продолжила замедляться и составила **9,8%** в декабре 2023г., снизившись с 11,8% в сентябре 2023 года. Это обусловлено укреплением реального курса тенге, ослаблением внешних инфляционных факторов и выходом из высокой базы прошлого года. При этом цены на платные услуги продолжили расти на фоне проведения тарифной политики в сфере ЖКХ и ГСМ. Инфляция снижается, но остается высокой и выше таргета. В этой связи, денежно-кредитные условия сохраняются на уровне сдерживания (реальная базовая ставка в 4 кв. 2023г. – 5,95%).

Сводный индекс FCI

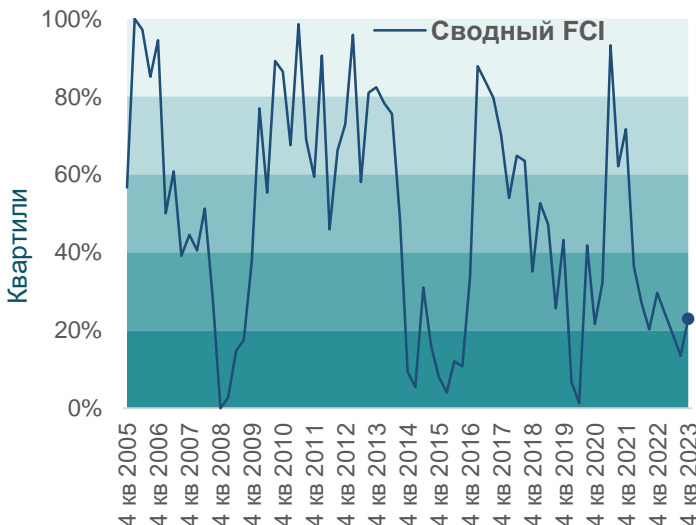
Улучшение макрофинансовых условий

В 4 кв. 2023 года сводный индекс FCI по сравнению с предыдущим кварталом снизился на 0,6 пункта до 0,6, что указывает на улучшение макрофинансовых условий благодаря смягчению внутренних и улучшению внешних условий.



Сводный индекс FCI отражает основные исторические изменения во внешних и внутренних макрофинансовых условиях развития экономики страны и состоит из 4-х субиндексов: внутренних и внешних финансовых условий, долговой нагрузки, внешнего спроса. **Положительное значение** сводного индекса указывает на более жесткие/ограничивающие условия. И, наоборот, **отрицательное значение** указывает на более благоприятные/смягчающие условия.

Текущие макрофинансовые условия, несмотря на смягчение, по сравнению с историческими значениями остаются жесткими (*находятся в 2-ом нижнем квартиле*).

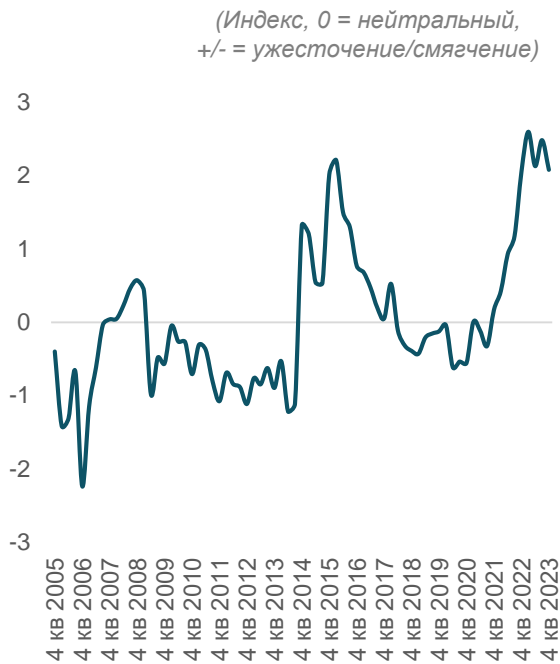


Цвет и штриховки отображают **процентильный ранг** показателя сводного индекса FCI со 2 кв. 2005г. по 4 кв. 2023г. Верхний 5-й квартиль означает смягчение условий, а нижний 1-й квартиль - ужесточение условий.

Процентиль-ранг служит оценкой относительного положения значения в массиве. Для заданного значения вычисляется какой процент значений массива меньше или равен ему. Для минимального значения процентиль-ранг равен 0%, а для максимального - 100% (все значения массива меньше или равны ему).

Внутренний FCI

Смягчение условий



Индекс внутренних финансовых условий отражает динамику процентной ставки TONIA, инфляции, ставки по ипотечным займам и займам юр. лиц, роста денежной базы и уровня монетизации экономики.

Краткосрочные изменения

Индекс внутреннего FCI в 4 кв. 2023 года снизился на 0,4 пункта до 2,1, что указывает на смягчение внутренних финансовых условий. Это связано со снижением процентных ставок на денежном и кредитном рынках, а также замедлением роста годовой инфляции. Несмотря на смягчение условий, индекс внутреннего FCI все еще находится в положительной зоне, что свидетельствует о жесткости внутренних финансовых условий в стране.

Долгосрочные тенденции

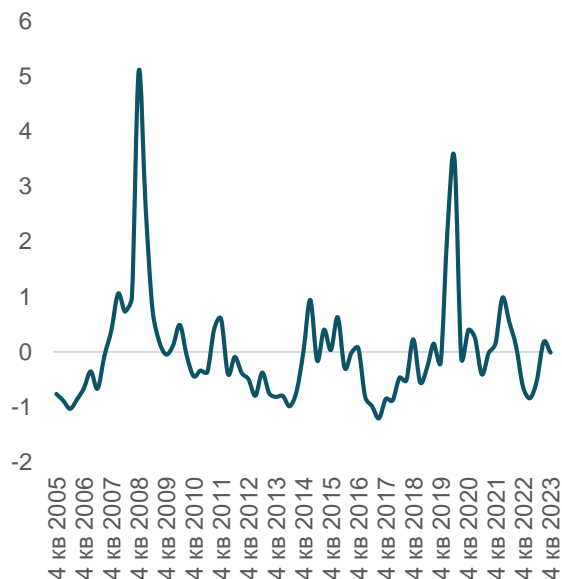
По динамике индекса внутреннего FCI за последние 9 кварталов наблюдается тренд на ужесточение внутренних финансовых условий. При этом краткосрочные тенденции указывают на возможный поворот в сторону смягчения условий.

	3 кв. 2023	4 кв. 2023	Изменение, п.п
Ставка по кредитам в тенге юр. лиц, %	19,4	19,0	-0,4
Ставки по ипотечному кредитованию, %	11,2	11,3	0,1
Денежная масса к ВВП, %	30,8	32%	1,2
Рост денежной базы, %	-25,5	-2,8%	22,7
Инфляция, %	11,8	9,8	-2,0
Ставка TONIA, %	17,0	15,7	-1,3

Внешний FCI

Улучшение условий

(Индекс, 0 = нейтральный,
+/- = ужесточение/смягчение)



Индекс внешних финансовых условий отражает стоимость кредитов на внешних рынках, динамику рынка облигаций США, волатильность фондового рынка и колебание цены на нефть.

Краткосрочные изменения

В 4 кв. 2023 года внешние финансовые условия по сравнению с предыдущим кварталом улучшились. Индекс внешнего FCI за последний квартал снизился на 0,2 пункта до околонулевой отметки (-0,02). Изменение индекса связано со снижением волатильности цены на нефть, спреда доходности кратко- и долгосрочных облигаций США и ростом рынка акций при сохранении ставки ФРС.

Долгосрочные тенденции

По динамике индекса внешних условий с 3 кв. 2022 года наблюдается нисходящий тренд. Это связано со снижением неопределенности и волатильности на мировых фондовых и товарных рынках. Ожидается, что данная тенденция сохранится в течение 2024-2025гг.

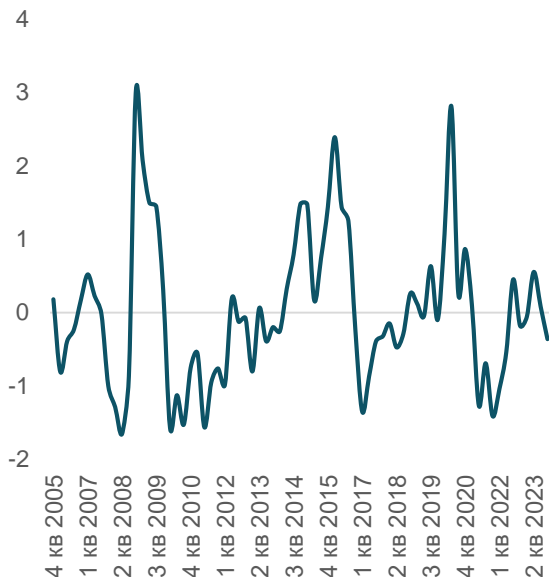
	3 кв. 2023	4 кв. 2023	Изменение, п.п
Ставка ФРС*, %	5,26	5,33	0,1
Индекс VIX	15,1	15,5	0,4
Волатильность цены на нефть, %	24,9	19,0	-5,9
Спред доходности 10-л. и 2-л. облигаций США, п.п.	-0,49	-0,4	-0,1

*Federal funds effective rate

Индекс внешнего спроса

Улучшение условий

(Индекс, 0 = нейтральный,
+/- = ужесточение/смягчение)



Индекс внешнего спроса отражает условия торговли, динамику цены на нефть, обменного курса и международную инвестиционную позицию

Краткосрочные изменения

По итогам 4 кв. 2023 года индекс внешнего спроса по сравнению с предыдущим кварталом снизился на 0,4 пункта до -0,4, указывая на улучшение условий, связанных со внешним спросом. Это обусловлено улучшением условий торговли, ослаблением обменного курса тенге, а также сохранением средней цены на нефть и снижением ее волатильности.

Долгосрочные тенденции

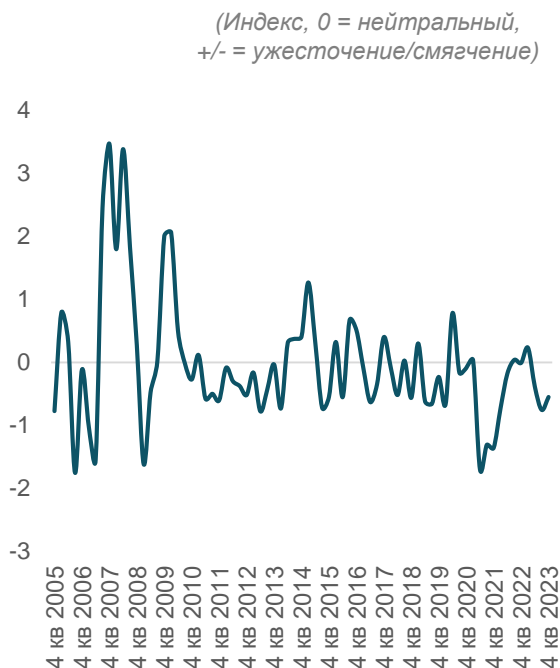
Динамика индекса внешнего спроса с конца 2021 года показывает восходящую тенденцию с некоторым замедлением в конце 2023 года, что означает ослабление внешнего спроса, но спрос постепенно восстанавливается. При этом, ожидается дальнейшее укрепление внешнего спроса в 2024-2025гг.

	3 кв. 2023	4 кв. 2023	Изменение, п.п
Цена на нефть, \$/bbl	86,8	84,0	-2,8
Индекс условий торговли	99,0	117,6	18,5
Курс доллара к тенге	455,1	466,1	11,0
Международная инвестиционная позиция к ВВП, %	-28,8	-27,4*	1,4

*Оценка

Индекс долговой нагрузки

Замедление улучшения условий



Индекс долговой нагрузки отражает динамику государственного долга, долга домашних хозяйств, роста кредитов юр. и физ. лицам, капитала к активам, взвешенным по рискам.

Краткосрочные изменения

В 4 кв. 2023 года индекс долговой нагрузки по сравнению с предыдущим кварталом увеличился на 0,2 пункта до -0,6, что указывает на некоторое ухудшение ситуации с долговой нагрузкой. Это связано с ростом корпоративного кредитования и долга домашних хозяйств к ВВП. При этом наблюдается замедление годовых темпов роста кредитов физ. лицам и снижение уровня госдолга к ВВП по сравнению с уровнем предыдущего квартала.

Долгосрочные тенденции

По динамике индекса долговой нагрузки начиная с конца 2021 года наблюдается увеличение долговой нагрузки, особенно у домашних хозяйств. Это в основном обусловлено ростом кредитования физ. лиц.

	3 кв. 2023	4 кв. 2023	Изменение, п.п
Гос. долг к ВВП, %	25,6	22,7*	-2,9
Долг домашних хозяйств к ВВП, %	15,1*	15,5*	0,3
Капитал к активам, взвешенным по риску	19,2*	19,2*	0,0
Темп роста кредитов юр. лицам, %	10,4	11,9	1,5
Темп роста кредитов физ. лицам, %	30,3	28,9	-1,4

*Оценка

Влияние FCI на распределение условного роста ВВП

Улучшение макрофинансовых условий повышает средний условный рост ВВП в кратко- и среднесрочном периоде

Смягчение внутренних финансовых условий и улучшение внешних условий в 4 кв. 2023 года могут привести к повышению условного среднего роста ВВП в кратко- и среднесрочном периоде. Так, через год увеличение условного среднего роста ВВП может составить **1,3 п.п.**, в среднесрочном периоде – повышение на **0,3 п.п.**

Распределение условного роста ВВП

	Краткосрочный горизонт (h = 4)			Среднесрочный горизонт (h = 8)		
	Без учета 4 кв.2023	С учетом 4 кв.2023	Изм., п.п.	Без учета 4 кв.2023	С учетом 4 кв.2023	Изм., п.п.
Условная мода	1,0	1,5	0,5	3,8	3,8	0,1
Условная медиана	0,7	1,6	0,9	3,8	4,0	0,2
Условное среднее	0,5	1,8	1,3	3,9	4,2	0,3
GaR5%	-2,1	-0,3	1,8	1,7	2,6	0,9
GaR10%	-1,1	0,4	1,4	2,4	3,1	0,6
Вероятность роста ниже 0	24,6%	6,7%	-17,9%	1,7%	0,6%	-1,1%

В краткосрочной перспективе существует 5-и процентная вероятность (GaR5%) снижения роста условного ВВП до (-)0,3%. С вероятностью 10% (GaR10%) в течение года ожидается снижение условного роста ВВП до 0,4%.

В среднесрочном периоде с вероятностью 5% (GaR5%) можно ожидать снижение условного роста ВВП до 2,6%, GaR10% - до 3,1%.

На фоне улучшения макрофинансовых условий **вероятность** условного роста **ВВП ниже нуля** в течение года снизилась до **6,7%**. В среднесрочной перспективе вероятность отрицательного роста составляет **0,6%**.

Распределение прогноза Правительства и сценарный анализ

Вероятность роста экономики ниже 5,3% в 2024 году составляет 85%

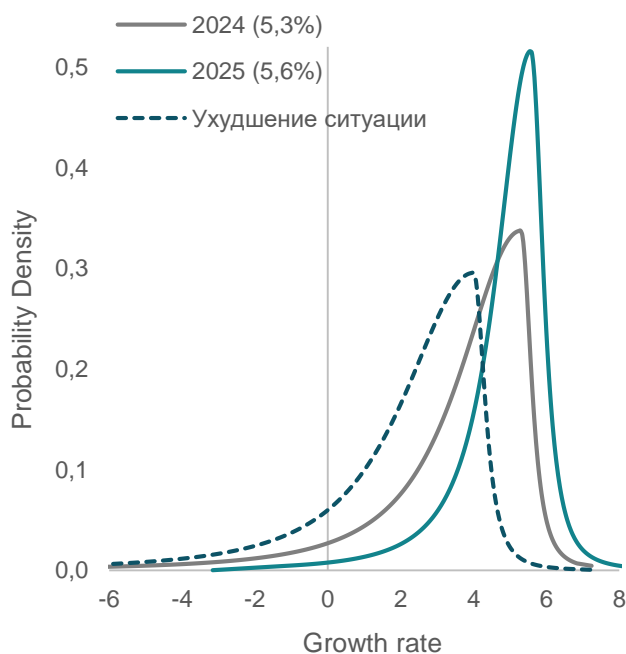
Согласно базовому прогнозу Правительства РК, в 2024 году рост ВВП составит 5,3%, в 2025 году – 5,6%. При этом, целевой рост ВВП определен на уровне не менее 6%.

На основе модели GaR построены распределения базового и целевого прогнозов Правительства по росту ВВП с учетом влияния текущих макрофинансовых условий. Основные метрики центральной тенденции построенных распределений прогнозного роста ВВП улучшились по сравнению с предыдущими оценками. В частности, вероятность того, что темпы роста экономики будут ниже 5,3% в 2024 году и 5,6% в 2025 году, оценивается на уровне **85%** и **72%** соответственно (вероятность роста ниже 6% - 97% в 2024 году, 88% в 2025 году). При этом медианный рост ВВП оценивается на уровне **4,1%** в 2024 году и **5,0%** в 2025 году.

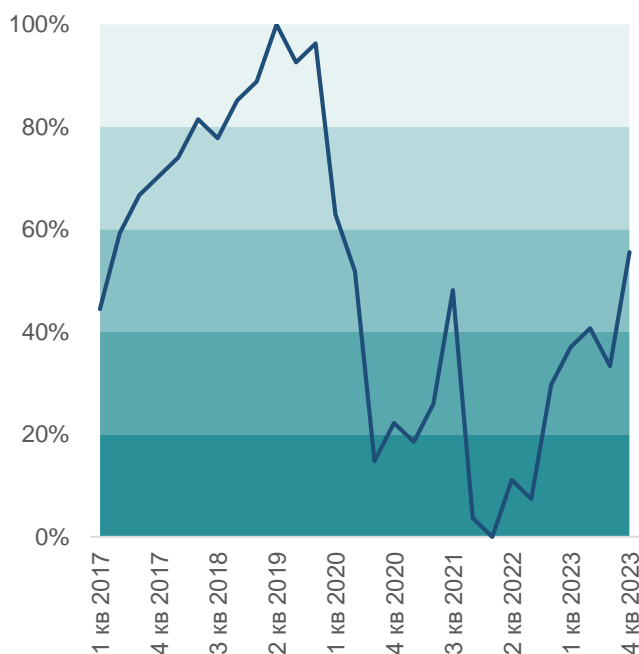
Если судить по основной метрике риска роста (GaR5%), в целом риски для перспектив сбалансированы (текущее значение GaR5% в сравнении с историческими нормами улучшилось и находится в 3-ем квартиле).

В 2024 году в случае ухудшения ситуации (снижение цены и добычи нефти, курса тенге), медианный рост ВВП может замедлиться до 3,0%.

Распределение прогнозного роста ВВП



Прогноз GaR5% до года (Процентильный ранг)

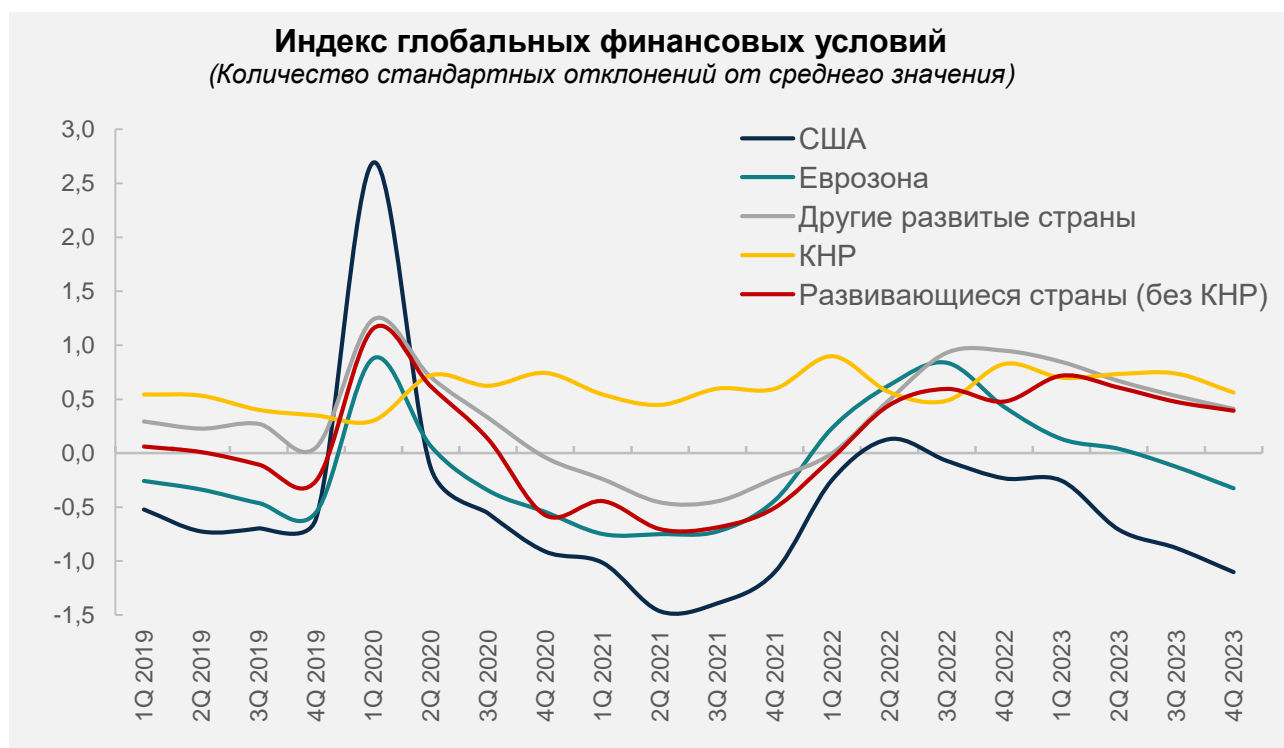


Глобальный индекс финансовых условий (МВФ)

Финансовые условия смягчились при сохранении рисков ухудшения кредитного качества заемщиков

Согласно обновленным расчетам МВФ*, в 4 кв. 2023 года глобальные финансовые условия смягчились, как и в развитых, так и развивающихся странах. Это смягчение обусловлено ростом рынка акций, снижением волатильности и спредов по корпоративным облигациям.

МВФ отмечает, что в 4 кв. 2023 года доходность глобальных облигаций, особенно долгосрочных, снизилась, отражая изменения в ожиданиях инвесторов относительно процентных ставок на фоне продолжающегося снижения инфляционного давления. В то же время, оптимизм инвесторов сталкивается с ухудшением кредитного качества заемщиков и замедлением банковского кредитования из-за высоких ставок. Также сохраняется подверженность банковского сектора к рискам дефолта на рынке коммерческой недвижимости.



* IMF WEO Update, January 2024

** Индекс глобальных финансовых условий МВФ состоит из трех субиндексов:

- (1) внутренняя цена риска (спреды риска, доходность активов и волатильность цен);
- (2) кредитные агрегаты (леверидж и рост кредита) и
- (3) внешние условия (глобальные настроения к риску, цены на сырье и обменные курсы)

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

В 4 кв. 2023 года на внешних рынках наблюдалась благоприятная ситуация. Инфляция замедлялась быстрее, глобальный рост оказался более устойчивым, чем ожидалось. При этом последние данные указывают на некоторое замедление роста мировой экономики и торговли. Также геополитические риски для глобального роста и инфляции остаются высокими, особенно на Ближнем Востоке и в Красном море. Тем не менее, по оценкам МВФ, глобальные финансовые условия в 4 кв. 2023 года улучшились, однако последствия ужесточения финансовых условий продолжают проявляться на рынках кредита и жилья. Возможность повышения глобального роста связана с тем, что более быстрое снижение инфляции может привести к дальнейшему смягчению финансовых условий. Эти внешние условия и внутренние факторы в 4 кв. 2023 года оказали положительное влияние на рост экономики Казахстана.

Сводный **индекс FCI** в 4 кв. 2023 года снизился с 1,2 п. до 0,6 п., указывая на **улучшение макрофинансовых условий** по сравнению с предыдущим кварталом. В разрезе субиндексов FCI смягчение продемонстрировали индексы внешних и внутренних финансовых условий, а также внешнего спроса. При этом изменение индекса долговой нагрузки указывает на замедление улучшения условий.

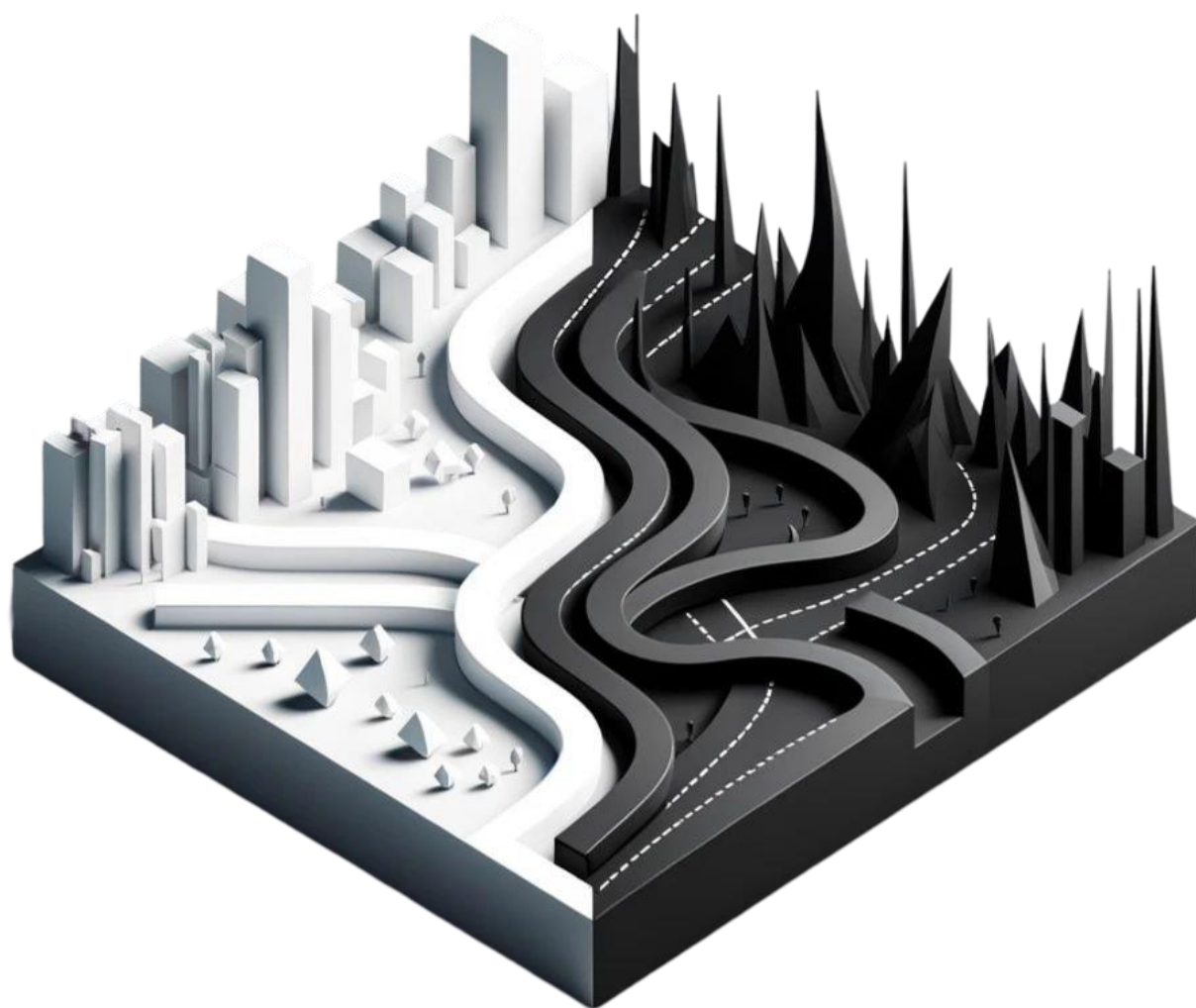
Согласно оценкам модели GaR, улучшение макрофинансовых условий в 4 кв. 2023 года повышает средний условный рост ВВП Казахстана в кратко- и среднесрочном периоде. При этом вероятность того, что темпы роста экономики будут ниже прогнозируемых Правительством **5,3%** в 2024 году и **5,6%** в 2025 году, оценивается на уровне **85%** и **72%** соответственно.

В целом риски для экономических перспектив сбалансированы. **Монетарная политика** должна оставаться **осмотрительной**, чтобы обеспечить снижение инфляции до целевого уровня в среднесрочном периоде. Необходимы более решительные усилия по ограничению роста **расходов бюджета** и продуманные бюджетные рамки для обеспечения устойчивости госфинансов и **буферных резервов** на будущие потрясения.

Основу устойчивого роста необходимо укрепить посредством структурных реформ, направленных на привлечение инвестиций, повышение человеческого капитала и снижение экономических ограничений на рынках товаров, услуг, труда и капитала.

Отчет GaR

Рост в условиях риска



Управление внешних коммуникаций Агентства:
[+7 \(727\) 2371089](tel:+77272371089), press@finreg.kz

Алматы, 2024